

# 1 Introdução

Os fundos de pensão adquiriram importância no cenário econômico brasileiro e, internacionalmente, são reconhecidos como instituições importantes na “governança” do capitalismo contemporâneo. Isso ocorre principalmente devido ao fator social, isto é, pagam aposentadorias dignas a seus associados, e ao fator econômico, ou seja, investem a poupança previdenciária que acumulam, conforme destacado por Pereira et al (1995), o que eleva o nível de produção e é fonte estável de financiamento das atividades produtivas<sup>1</sup> acarretando em aumento do emprego e da arrecadação de impostos.

As entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) são organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos e são acessíveis, exclusivamente, aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas ou aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

Tais entidades, de acordo com a Abrapp - Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Privada - (2009), deixaram de ganhar no ano de 2009 cerca de R\$ 26 bilhões<sup>2</sup>. Isto é, com a desvalorização do mercado devido a crise financeira internacional as aplicações dos fundos renderam no primeiro semestre abaixo da meta atuarial do ano, sendo a primeira vez em cinco anos que as carteiras dos fundos de pensão rendem menos que o definido pelo plano.

Além disso, numa perspectiva de análise mais ampla, há anos a perda de rentabilidade decorrente do cenário de taxas de juros reais em declínio a médio e longo prazos, e a expectativa de que essa tendência seja mantida, têm levado os fundos de pensão a redirecionar suas estratégias de avaliação de risco tanto no mercado de renda fixa quanto no de renda variável. Segundo Rosa (2003), na medida em que a economia brasileira dá sinais de aproximar-se dos padrões de “normalidade” e o juro real está em seu menor patamar dos últimos 10 anos, o

---

<sup>1</sup> Ver Amaral et al (2004) e Bacha (1996).

mercado percebe já ser possível obter rentabilidade melhor no longo prazo do que no curto prazo, e essa inversão das regras do jogo exige estratégias de avaliação de risco diferenciadas.

Dessa forma, observar como se comportam os dos 10 maiores investimentos dos Fundos de Pensão Públicos e Privados (o que representa mais de 95% do total de investimento dos fundos) temporalmente torna-se um exercício relevante para a economia do país, pois, durante o período de 2002 a 2008 houveram importantes mudanças no que diz respeito ao panorama macroeconômico no país, tais como, oscilações cambiais, variação do Produto Interno Bruto, variação na taxa de juros (Selic), variações no mercado de capitais (Bolsa de Valores), e ainda, tem-se um cenário pós privatizações, onde os fundos de pensão tiveram participação importante.

Além de analisar o comportamento dos fundos de pensão durante o período de 2002 a 2008, este trabalho fará também uma análise de regressão dinâmica para verificar qual será o possível comportamento dos investimentos no futuro. Em outras palavras, será regredido cada um dos principais investimentos das EFPC com algumas variáveis macroeconômicas (e.g. câmbio), com o objetivo de determinar a sensibilidade de tais investimentos a essas variáveis, e assim, inferir sobre as possibilidades de comportamento futuro das mesmas.

É importante lembrar que, há vários instrumentos para mensurar os riscos de um investimento, tais como, VaR (*Value at Risk*) e ALM (*Asset Liability Management*), no entanto, o objetivo dessa dissertação é avaliar os investimentos feitos pelos 10 maiores fundos de pensão públicos e privados dado que ambos estão no mesmo mercado e com as mesmas ferramentas para avaliar seu portfólio de investimentos, e ainda, atuam sobre um mesmo conjunto de regras. Em outras palavras, não se discutem aqui instrumentos de valoração de riscos.

Assim, esta dissertação procura contribuir para a atualização da análise do comportamento dos investimentos dos fundos de pensão no período pós 2002, e ainda, levará tal discussão para uma perspectiva de médio prazo, abordando quais seriam os possíveis acontecimentos numa perspectiva futura, lembrando que com a nova resolução do CMN de setembro de 2009, há uma ampliação de tais perspectivas.

---

<sup>2</sup> Perda apenas no mercado de ações, não contabilizando as empresas em que os fundos têm participação majoritária ou direito a voto no conselho de administração.

Corroborando para confirmar a importância de tal estudo e o quanto o mesmo é atual, no dia 24 de setembro de 2009 foi aprovada uma nova resolução que regulamentará os fundos a partir de 2010 (resolução 3.792), isto é, nas palavras do secretário de Previdência Complementar, a nova resolução adéqua os limites de aplicação ao atual cenário macroeconômico de inflação controlada, taxa de juros em trajetória declinante e crescimento econômico, conforme já destaca nesta dissertação e por Rosa (2003) tais necessidades para os fundos.

Este trabalho será organizado da seguinte forma. Além desta primeira parte de caráter introdutório, na segunda etapa será discutido de forma ampla o regime de previdência complementar no Brasil, abordando suas competências, evolução temporal, panorama do setor, e principalmente, quais são as possibilidades de investimento<sup>3</sup>. A terceira etapa fica reservada a discussão dos principais investimentos dos fundos de pensão no período de 2002 a 2008. Dando seqüência, aborda-se a base de dados e a metodologia utilizada no trabalho. Na etapa seguinte, analisam-se os resultados obtidos, e por fim, fazem-se as conclusões de relevo e as perspectivas de trabalhos futuro.

---

<sup>3</sup> É importante lembrar que, ao contrário de um fundo de investimento comum, os fundos de pensão atuam sobre regras rígidas de investimentos. No entanto, este assunto será mais bem abordado no decorrer deste trabalho.